

Селиверстова Е.С.

к.э.н,

Московский Государственный Университет им. М.В. Ломоносова

e-mail: katya_sel@mail.ru

Методология расчета нормы рентабельности деловой репутации, созданной самой организацией

Мы вправе утверждать, что проблема учета и анализа гудвилл, созданного самой организацией, разрешима, по крайней мере, в отношении организаций, акции которых котируются на фондовых рынках. Для этого мы выдвигаем предположение, что гудвилл происходит из оценки рентабельности бизнеса инвесторами, а не только возникает как остаток при объединении компаний.

Оценкой рентабельности бизнеса инвесторами служит справедливая рыночная стоимость организации, которая, в общем, является трудноопределимой. В случае организаций, акции которых котируются на фондовых рынках, мерой справедливой стоимости обычно выступает рыночная капитализация. Тогда стоимостной оценкой гудвилл, созданного самой организацией (**ГССО**), будет разница между величиной рыночной капитализации организации (**РК**) и совокупной балансовой стоимостью чистых идентифицируемых активов организации (**БСча**)- возникающая в силу предшествующих инвестиций в неидентифицируемые нематериальные ресурсы.

ГССО = РК-БСча;

Чистые активы - это «величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету» (Приказ Минфина РФ, Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 5 августа 1996 г. NN 71, 149 "О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ").

Таким образом, гудвилл, созданный самой организацией, в нашем понимании, это отражение нематериальных ресурсов организации, не соответствующих установленным критериям признания в качестве НМА. Выделение притока экономических выгод от гудвилл, созданного самой организацией, является, в конечном счете, ключом к определению и постижению характеристик, которыми обладают предприятия, успешно управляющие нематериальными ресурсами.

Распределение рентабельности предприятия среди категорий идентифицируемых активов позволяет выделить отдельно долю рентабельности, относимой на гудвилл, созданный самой организацией. Процесс распределения рентабельности должен учитывать два важных фактора:

а) Относительный размер каждой категории активов, участвующих в хозяйственной деятельности;

б) Соответствующая норма рентабельности для каждой категории активов.

На основании относительного веса каждой категории активов и риска, связанного с этой категорией, совокупная прибыль предприятия может быть рас-

пределена по его компонентам. Для целей анализа вся совокупность активов предприятия делится в данном исследовании на:

- 1) Материальные активы (основные средства + незавершенное строительство + прочие внеоборотные активы);
- 2) Долгосрочные финансовые вложения;
- 3) Монетарные активы, в форме чистого оборотного капитала (разница между оборотными средствами предприятия и его краткосрочными обязательствами);
- 4) Нематериальные активы;
- 5) Гудвилл, созданный самой организацией (ГССО).

Стоимость ГССО подвержена более радикальным колебаниям, чем стоимость остальных активов предприятия (если предприятие будет ликвидировано, то традиционные активы, вероятно, продолжат работы где-нибудь в другом месте, тогда как ценность ГССО может исчезнуть вместе с предприятием). Стало быть, мы вправе предполагать, что инвестиции в ГССО должны иметь более высокую норму рентабельности, чем другие активы предприятия, по причине присущей им высокой рискованности.

Следовательно, мы можем сформировать гипотезу нашего исследования:

Инвестиции в ГССО должны иметь более высокую норму рентабельности, чем другие активы предприятия

Первым этапом нашей методики анализа ГССО является определение соответствующей совокупной нормы рентабельности всего предприятия. Инвестиции в предприятие для того, чтобы подтвердить свою окупаемость, должны пройти своеобразный нормативный тест. Принимая во внимание, что для финансирования инвестиций используются собственные и заёмные средства, ожидаемая рентабельность должна быть достаточной для обеспечения выплат процентов по кредиту и нормальных дивидендов акционерам. Таким образом, минимальной нормативной ставкой рентабельности должна стать средневзвешенная стоимость инвестированного капитала (собственных и заёмных средств).

Расчет средневзвешенной стоимости инвестированного капитала.

В международной практике для расчета величины затрат на собственный капитал используется модель стоимости капитала (Capital Assets Pricing Model, CAPM). Модель основывается на связи доходности и риска и позволяет инвестору рассчитать необходимую норму доходности в тот или иной бизнес. Для российской экономики переходного периода мы используем модель CAPM американского инвестиционного банка Goldman Sachs [Goldman Sachs, 1993, 1999]. В интерпретации Goldman Sachs формула модели CAPM имеет следующий вид:

$$R = R_f + [R_s + (S_b/S_u)E_u(1-A)];$$

где R_f - долгосрочная безрисковая ставка, %;

R_s - премия за страновой риск, %;

S_b - волатильность индекса фондового рынка РФ;

S_u - волатильность индекса фондового рынка США;

E_u - стандартная премия за риск инвестиций в акции, %;

A - коэффициент корреляции рынков государственных облигаций и фондового рынка РФ.

В качестве безрисковой ставки для целей данного исследования будет использоваться средняя доходность 30-летних государственных облигаций США (US Treasuries) за последние 5 лет.

В качестве премии за становой риск используется разница между доходностью российских еврооблигаций и государственных облигаций США.

Премия за риск инвестирования в российские акции будет нами рассчитываться на основе стандартной премии за риск (историческая разница между доходностью акций и облигаций на рынке США), скорректированной на отношение волатильности индексов РТС и S&P 500, а также на коэффициент, позволяющий исключить двойной учет рисков. Например, валютный риск учитывается и в доходности еврооблигаций, и в доходности фондового индекса.

Волатильность индекса фондового рынка определяется как стандартное отклонение ежедневных изменений индекса за шестимесячный период.

Коэффициент, позволяющий исключить двойной учет рисков, рассчитывается как разница между единицей и коэффициентом корреляции рынков государственных облигаций и фондового рынка страны.

Корреляция рынков определяется на шестимесячном отрезке времени.

Поскольку все элементы модели Goldman Sachs обозначены, соответственно можно перейти к расчету стоимости собственного капитала для российского рынка в целом. Расчет базируется на фактических данных, зафиксированных на 01.01.2008г. (табл. 10).

Таблица 10. Данные для расчета стоимости собственного капитала.

Расчетный показатель	Значение
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5,7
Премия за российский страновой риск, %;	1,7
Российская безрисковая ставка, %	7,4
Стандартная премия за риск инвестиций в акции, %;	4,0
Волатильность индекса РТС	2,24
Волатильность индекса S&P 500	1,5
Коэффициент корреляции дневных изменений индекса РТС и изменения доходности к погашению еврооблигаций Россия-30	0,6

Источники: Bloomberg, «Атон»

Подставив в модель Goldman Sachs рассчитанные значения, получаем:

$$R = 5,7\% + 1,7\% + (y_u) * 4\% * (1 - 0,16) = 12,42\%;$$

За стоимость *заемных средств* примем рассчитанную средневзвешенную процентную ставку по банковским долгосрочным кредитам, номинированным в российских рублях, в 2008г. - 13%. При этом под *заемными средствами* здесь понимаются только долгосрочные обязательства за вычетом отложенных налоговых обязательств, поскольку краткосрочный долг входит в состав краткосрочных обязательств, вычитание которых из оборотных активов выводит издержки краткосрочного заимствования из расчета средневзвешенной стоимости капитала.

Отложенные налоги не следует рассматривать как источник финанси-

ния и элемент формулы средневзвешенной стоимости капитала. Обязательства по отложенным налогам не могут быть воплощены в ценные бумаги, предлагаемые инвесторам. Это всего лишь балансовая статья, используемая исключительно для бухгалтерского учета. Поэтому мы сокращаем одновременно актив и пассив баланса на величину этих обязательств.

Для расчета стоимости инвестированного капитала применим *модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC)*. Она основывается на положении о том, что «для инвестированного капитала применяется ставка, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли собственных и заёмных средств в структуре капитала» [Крушвиц, 2000]. Следовательно, показатель WACC рассчитывается по формуле:

$$WACC = \sum k_i * d_i, \text{ где}$$

k_i - стоимость i -го источника средств,

d_i - удельный вес i -го источника средств в их общей сумме.

Стоимость собственных средств - это ожидаемая инвесторами доходность от покупки по текущей рыночной цене, а не по номинальной (балансовой) стоимости. Следовательно, собственные средства будут оцениваться по их справедливой рыночной стоимости, т.е. рыночной капитализации, рассчитанной как произведение количества обыкновенных акций на средневзвешенную цену одной акции, рассчитанную по 10 наиболее крупным сделкам, совершенным через НП «Фондовая биржа РТС» по данным за декабрь месяц 2008 г. В табл. 11 приведен расчет средневзвешенной стоимости инвестированного капитала ОАО "Пивоваренная компания "Балтика".

Таблица 11. Расчет средневзвешенной стоимости инвестированного капитала ОАО "Пивоваренная компания "Балтика".

Компонент (источник средств) инвестированного капитала	Размер, млн.руб	d_i	$k_i, \%$	$WACC, \%$
Собственные средства (РК - стр.145)	41185,11	0,967	12,42	12,01
Заёмные средства (стр.590-стр.515) ³	1388,67	0,033	13,00	0,43
Итого	42573,78	1		12,44

Так же точно, как средневзвешенная стоимость инвестированного капитала распределена между собственными и заёмными компонентами капитала, воз-

можно распределение части этой стоимости между активами предприятия, принимая во внимание присущий им риск.

Норма рентабельности монетарных активов. Чистый оборотный капитал рассчитывается как оборотные активы (строка 290 баланса) минус краткосрочные обязательства (строка 690 баланса). Принимая во внимание относительную ликвидность оборотного капитала, размер соответствующего ему риска, значительно ниже, чем у других категорий активов.

Соответственно, норма рентабельности монетарных активов должна быть ниже, чем совокупная средневзвешенная стоимость инвестированного капитала. Для оценки рентабельности оборотного капитала примем условную ставку, равную рентабельности инвестиций в краткосрочные низкорисковые ценные бумаги. Для этого рассчитаем среднебанковскую ставку по 90-дневным депозитным сертификатам (8 %). Действительно, предприятие, в ином случае, может вложить средства в эти ценные бумаги, а не в оборотный капитал. Следовательно, оборотный капитал должен обеспечивать как минимум ту же самую норму рентабельности.

Норма рентабельности материальных активов. Хотя материальные активы не обладают такой степенью ликвидности, как монетарные, они содержат некий элемент рыночности. Они часто могут быть проданы другим предприятиям или использованы для других хозяйственных целей. Такая рыночность позволяет возратить часть инвестиций в случае банкротства предприятия.

Другой аспект, понижающий относительный риск материальных активов, относится к возможности стратегической передислокации таких активов. Актив, который может быть безболезненно перемещен на другой участок эксплуатации, обладает определенной гибкостью, что позволяет по-прежнему получать экономические выгоды от его использования, даже и не по первоначальному назначению.

Хотя инвестиции в такие активы более рискованны, чем в оборотный капитал, они обладают благоприятными характеристиками, которые должны быть учтены в процессе распределения средневзвешенной стоимости капитала. В качестве ориентира для расчета рентабельности таких активов часто используется процентная ставка, по которой коммерческие банки кредитуют предприятия под залог основных средств. В банковской практике принято брать за эту ставку 2/3 ставки рефинансирования ЦБ РФ. В 2008 г. 17,3%. средневзвешенная ставка рефинансирования ЦБ РФ составляла 17,3%.. Следовательно, в качестве нормы рентабельности для материальных активов мы будем использовать ставку $17,3 \cdot 2/3 = 11,5\%$.

Норма рентабельности долгосрочных финансовых вложений будет рассчитывается исходя из ставки дисконтирования российских акций, используемой при оценке их стоимости инвестиционными компаниями. Эта величина складывается из рыночной доходности российских еврооблигаций с погашением в 2008 г. и премии за риск вложений в российские акции.

Согласно расчетам аналитиков ведущих инвестиционных компаний, в 2008 году эти показатели составляли 7% и 5% годовых соответственно. Таким образом, в качестве нормы рентабельности долгосрочных финансовых вложений

принимая величину 11%.

Выделять в отдельную категорию при расчете нормы рентабельности нематериальные активы представляется нецелесообразным из-за их ничтожного удельного веса в структуре активов российских компаний. Для целей расчета средневзвешенной стоимости инвестированного капитала мы отнесем их стоимость к категории материальных активов, как имеющих самую высокую норму рентабельности. Таблица 12 иллюстрирует распределение балансовой стоимости ОАО "Пивоваренная компания "Балтика" по категориям активов.

Таблица 12. Распределение средневзвешенной стоимости инвестированного капитала для ОАО "Пивоваренная компания "Балтика"

	Категория активов	Стоимость млрд.руб	Итого
	1	2	3
1	Чистый оборотный капитал	1972,08	4,63
2	Материальные активы + НМА	17605,98	41,36
3	Долгосрочные финансовые инвестиции	162,99	0,38
4	ГССО	22832,73	53,63
5	Итого	42573,78	100

Далее проводим распределение средневзвешенной стоимости инвестированного капитала по отдельным категориям активам для нормы рентабельности инвестиций в НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВОВЫ предприятия (табл. 11).

Таблица 13. Распределение средневзвешенной стоимости инвестированного капитала ОАО "Пивоваренная компания "Балтика"

	Категория активов	P_i	R_i	WR_i	P_{R_c}
	1	2	3	4	5
1	Чистый оборотный капитал	4,63	8	0,37	2,98
2	Материальные активы + НМА	41,36	11,5	4,76	38,26
3	Долгосрочные финансовые инвестиции	0,38	11	0,04	0,32
4	ГССО	53,63		7,37	58,44
5	Итого	100		12,44	100

P_i - Доля инвестированного капитала, приходящаяся на i-з'ю категорию активов, % $i = (1, \dots, 4)$;

R_i - Норма рентабельности i-ой категории активов, % $i = (1, \dots, 4)$;

WR_i - Взвешенная норма рентабельности i -ой категории активов, %
 $i=(1,...,4)$;

P_{R_c} - Доля средневзвешенной стоимости инвестированного капитала, приходящаяся на i -ую категорию активов, % $i = (1,...,4)$.

Норма рентабельности гудвилл, созданного самой организацией, рассчитывается по следующей формуле:

$$R_{гссо} = \frac{R_c \times 100 \% - \sum_{i=1}^3 R_i \times P_i}{P_4}$$

где R , - средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Распределение балансовой прибыли ОАО "Пивоваренная компания "Балтика" показано в табл. 14.

Таблица 14. Распределение балансовой прибыли ОАО "Пивоваренная компания "Балтика"

	Категория активов	Стоимость, млн.руб	P_{R_c} , %	Часть балансовой прибыли, млн.руб
№	1	2	3	4
1	Чистый оборотный капитал	1972,08	2,98	165,80
2	Материальные активы + НМА	17605,98	38,26	2128,75
3	Долгосрочные финансовые инвестиции	162,99	0,32	17,80
4	ГССО	22832,73	58,44	3251,55
5	Итого	42573,78	100	5563,91

Таким образом, в результате произведенных вычислений получаем (Таб. 14), что ГССО ответственен почти за 58,5% балансовой прибыли ОАО "Пивоваренная компания "Балтика", хотя занимают около 54% совокупной рыночной стоимости предприятия. Из 5,6 млрд.руб. балансовой прибыли 3,3 относятся на счет гудвилл, созданного самой организацией. Без такого ресурса компания "Балтика" может заработать только около 2,3 млрд.руб балансовой прибыли. Дополнительные доходы были заработаны за счет эксплуатации нематериальных ресурсов, прежде всего своего бренда. "Балтику" сегодня можно назвать единст-

венным национальным брендом, поскольку ни одна другой бренд не занимает такой доли российского рынка.

Если мы обратимся к официальной бухгалтерской отчетности компании, то заметим, что стоимость зарегистрированного товарного знака составляет всего 397 млн.руб. Помимо бренда, определенную долю прибыли компании вероятно приносят налаженная сеть распространения продукции и проверенный уровень качества продукции, также входящие в состав ГССО.

На наш взгляд, причина здесь кроется в неверной экономической трактовке капиталовложений, направленных на создание бренда. Затраты на рекламу должны скорее рассматриваться как капитальные затраты, а не издержки. Например, если создается пивоваренный завод, и покупается оборудование, потраченные деньги капитализируются как активы, а не относятся на текущие расходы. В случае затрат на рекламу, создающих долгосрочные активы, например торговую марку (товарный знак), их квалифицируют как текущие расходы. В результате прибыль предприятия занижается. Рынок, однако, распознаёт такие активы и отражает их стоимость в ценах на акции

Кроме того, отметим, что для частного случая с компанией "Балтика" оправдалась наша гипотеза о более высокой норме рентабельности ГССО, чем других активов предприятия.

Такой результат согласует с данными предыдущих исследований по этой проблеме. Так, Kothari, Laguerne and Leone¹ опытным путем установили, что инвестиции в нематериальные ресурсы имеют положительную связь с колебаниями будущих доходов организации. Это означает более широкий размах потенциального распределения будущего дохода в организациях с существенными инвестициями в нематериальные ресурсы. В действительности, колебания доходов, связанные с нематериальными ресурсами в три раза больше, чем колебания, связанные с традиционными основными средствами. Риски, связанные с инвестициями в нематериальные ресурсы, отражаются в рыночной стоимости компаний в виде гудвилл, созданного самой организацией.

Управление рыночной стоимостью компании представляет собой процесс, ориентированный на долгосрочную перспективу и имеющий стратегическое значение для компании. Комплексный подход к управлению стоимостью компании включает в себя, помимо прочего, выявление факторов, влияющих на стоимость компании. Исключение нематериальных ресурсов, не отвечающих критериям признания, как фактора создания стоимости компании, искажает данные финансово-экономического анализа.

Действительно, в каждой отрасли экономики необходимы определенные объёмы инвестиций для создания добавленной стоимости. Нематериальные ресурсы очень часто занимают место материальных активов, уменьшая необходимость поддерживать большие объёмы оборудования и оборотного капитала. В этих случаях могут возникнуть очень высокие показатели фондоотдачи основ-

¹ Kothari, S., Laguerne, T. and Leone, A., (1998). Capitalisation Versus Expensing: Evidence on the Uncertainty of Future Earnings From Current Investment in PPE Versus R&D. Working Paper: University of Rochester

ных и оборотных средств. Многие предприятия, которые обладают ценными нематериальными ресурсами, отмечаются высокими значениями прибыли на акцию (EPS). Традиционно инвесторы рассматривают предприятия с таким соотношением, как переоцененные.

Для полной оценки эффективности деятельности компании и для ответа на два главных вопроса собственника - сколько реально стоит его капитал, и какой он приносит доход общепринятых бухгалтерских показателей не достаточно. Принципы, заложенные в бухгалтерском учете, были разработаны сто лет тому назад и в современном деловом мире они совершенно не соответствуют реалиям. Бухгалтерские критерии не позволяют определить и оценить в денежном эквиваленте размер таких нематериальных ресурсов как "бренд компании", "квалификация менеджмента", "известность компании на рынке" и т.д., то есть все то, что составляет в терминах нашего исследования гудвилл, созданный самой организацией.

Список использованной литературы

1. McCarthy, M. and Schneider, D. (1996): Evidence from the US Market of the Association of Capitalized Non-Goodwill Intangibles to Firm Equity Value. *Advances in International Accounting*, 9: 111-127.
2. McGrattan, E.R. and Prescott, E.C. (2001): Is the Stock Market Overvalued? NBER Working Paper.
3. MERITUM (2002): Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles. Meritum's Project: TSER Programme, Madrid.
4. Metcalfe, J.S. (1997): Evolutionary Concepts in Relation to Evolutionary Economics. Department of Economics Discussion Paper No. 226 (October): University of Queensland.
5. Metcalfe, J.S. (1998): *Evolutionary Economics and Creative Destruction*. London: Routledge.
6. Miles, R.E. and Snow, C.C. (1978): *Organizational Strategy, Structure and Process*. New York:
7. Mouritsen, J. (1997): Intellectual Capital Accounts - Reporting and Managing Intellectual Capital. Memorandum of The Danish Trade and Industry Development Council, May.
8. Mouritsen, J., Thorsgaard, L. and Bukh, P.N. (2001): Dealing with the Knowledge Economy: Intellectual Capital versus Balanced Scorecard. Working paper: Copenhagen Business School, October.
9. Mueller, D. (1997): First-Mover Advantages and Path Dependence. *International Journal of Industrial Organisation*, 15: 827-850.
10. Muller III, K. (1999): An Examination of the Voluntary Recognition of Acquired Brand Names in the United Kingdom. *Journal of Accounting and Economics*, 26: 179-191.
11. Myers, S. (1977): Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: 147-175.
12. Nakamura, L. (2001): What is the U.S. Gross Investment in Intangibles? (At

- Least) One Trillion Dollars a Year! Working Paper: Reserve Bank of Philadelphia.
13. Nakamura, M. and Xie, J. (1998): Nonverifiability, Noncontractibility and Ownership Determination Models in Foreign Direct Investment, with an Application to Foreign Operations in Japan. *International Journal of Industrial Organization*, 16: 571-599.
 14. Moss, A., (1914). The value of an audited statement. *Journal of Accountancy* 18: 455-9.
 15. Perks, R. W., (1993). *Accounting and society*. London: Chapman Hall.
 16. Porter, B., (1990). *The Audit Expectation-Performance Gap and the Role of External Auditors in Society*, PhD Thesis. Massey University, Palmerston North, New Zealand.
 17. Ripley, W.Z., (1927). *Main Street and Wall Street*, Boston: Little, Brown.
 18. Sailors, E. (ed.), (1923). *Accountants' handbook*, Ronald Press, New York.
 19. Schuhz, B.E., (1936). *Stock Exchange Procedure*, New York.
 20. Smith, B. R., (1971). Accountability and independence in the contract state. In Smith, B. R. and Hague, D. C eds. *The dilemma of accountability in modern government: Independence versus control*. London: Macmillan.
 21. Sturgis, H., (1925). *Investment: A new profession*, Macmillan, New York.
 22. Sveiby K.E., (1997). *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge Based Assets*. - Berrett Koehler: San Francisco, CA.
 23. Tabakoff, N., (1999). The \$40 billion write-off, *Business Review Weekly*, 30 July 1999, 78-81.
 24. Tetlock, P.E., (1983). Accountability and complexity of thought. *Journal of Personality and Social Psychology* 45 (July): 74-83.
 25. Tetlock, P.E., (1985). Accountability: The neglected social context of judgment and choice. In *Research in Organizational Behavior*, ed. B. Staw, no. 7. Greenwich. CT: JAI Press.
 26. United States Industrial Commission, (1902). *Final Report of the Industrial Commission*, Washington, D. C.
 27. Viale, F. and Lafay, F., (1990). "Les marques : un nouvel enjeu pour les entreprises." *Revue Francaise de Comptabilite*, 216, (October): 92-99.
 28. Vosselinan W., (1998). Initial guidelines for the collection and comparison of data on intangible investment. - Netherlands Central Bureau of statistics and OECD.
 29. Watts, R. and Zimmerman J., (1983) Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *Journal of Law and Economics* 26: 613-33 Weigold, M.F., and Schlenker B.R., (1991). Accountability and risk taking. *Personality and Social Psychology Bulletin* 17 (February): 25-29.
 30. Wildman, J.R. (1913), *Principles of Accounting*, New York: William G.Hewitt Press.
 31. Yang, J.M., (1927). *Goodwill and Other Intangibles: Their Significance and Treatment in Accounts*, New York: Ronald Press.